

增持 (维持)

承德露露 (000848)

收入逐季恢复, 22 年顺利收官

2023 年 04 月 20 日

## 市场数据

日期	2023-04-19
收盘价(元)	8.36
总股本(百万股)	1,076.42
流通股本(百万股)	1,076.39
净资产(百万元)	2,758.57
总资产(百万元)	3,812.74
每股净资产(元)	2.56

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《承德露露: Q3 收入有所恢复, 全年保持稳健》2022-10-27

《承德露露: 短期受疫情扰动, 全年向好趋势不变》2022-08-17

《承德露露: 变革促触底反弹, 期待新品画就第二曲线》2022-04-19

## 分析师:

金舍

jinhan@xyzq.com.cn

S0190521080003

## 投资要点

- **事件:** 公司公告 2022 年年报, 2022 年营业总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 26.92/6.02/6.03 亿元, 同比+6.66%/+5.69%/+6.17%; 22Q4 营业总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 7.21/1.81/1.82 亿元, 同比+7.61%/+7.18%/+8.70%。
- **Q4 收入提速, 渠道深化布局。** 22 年杏仁露系列收入 26.42 亿元, 同比增长 6.88%, 主要系量增贡献, 吨价基本持平; 果仁核桃系列收入 0.48 亿元, 同比下降 2.53%, 其中销量贡献增速 0.9%, 吨价下滑 3.4% 主要系促销折扣增加所致。全年经营稳健, 22Q2 受疫情扰动及高基数影响收入有所下滑, 22Q3 以来随着疫情影响褪去、旺季来临、春节备货较好, 经营情况逐季恢复, 收入回归上行通道。
- **毛利率受成本及促销影响有所下降, 费用率管控较好。** 22 年毛利率 44.85%, 同比-1.94pct, 主要系原料采购价格上涨及促销力度加大, 杏仁露及果仁核桃系列产品毛利率均有所下滑, 分别同比-1.86pct/-7.73pct。22 年销售/管理/研发/财务费用率为 13.53%/1.20%/0.85%/-1.43%, 同比 -1.76/-0.48/+0.10/+0.17pct。公司注重内部精细化管理、费效比评估, 费用率显著改善。
- **盈利预测与投资建议:** 根据 2022 年年报相应调整盈利预测, 预计 2023-2025 年营收 29.95/32.73/35.13 亿元, 同比+11.26%/+9.29%/+7.33%, 归母净利 7.06/7.94/8.67 亿元, 同比+17.28%/+12.54%/+9.16%, EPS 为 0.66/0.74/0.81 元; 对应 2023 年 4 月 19 日收盘价, PE 为 12.75/11.33/10.38X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 经济下行下消费疲弱风险; 新品推广可能不及预期; 股权激励推出具有不确定性; 诉讼风险; 疫情扰动风险。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2692	2995	3273	3513
同比增长	6.66%	11.26%	9.29%	7.33%
归母净利润(百万元)	602	706	794	867
同比增长	5.69%	17.28%	12.54%	9.16%
毛利率	44.85%	47.01%	47.74%	48.19%
ROE	21.82%	20.95%	19.24%	17.49%
每股收益(元)	0.56	0.66	0.74	0.81
市盈率	14.95	12.75	11.33	10.38

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

## 事件

- 公司发布 2022 年年报：2022 年营业总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 26.92/6.02/6.03 亿元，同比+6.66%/+5.69%/+6.17%；22Q4 营业总收入/归母净利/扣非归母净利分别为 7.21/1.81/1.82 亿元，同比+7.61%/+7.18%/+8.70%。

## 点评

## ● Q4 收入提速，渠道深化布局。

- ✓ 22 年杏仁露系列收入 26.42 亿元，同比增长 6.88%，主要系量增贡献，吨价基本持平；果仁核桃系列收入 0.48 亿元，同比下降 2.53%，其中销量贡献增速 0.9%，吨价下滑 3.4%主要系促销折扣增加所致。全年经营稳健，22Q2 受疫情扰动及高基数影响收入有所下滑，22Q3 以来随着疫情影响褪去、旺季来临、春节备货较好，经营情况逐季恢复，收入回归上行通道。
- ✓ 渠道方面，22 年北部/中部/其他地区收入 24.88/1.49/0.55 亿元，同比+6.74%/+10.40%/-5.26%，北方大本营市场凭借渠道精耕增速稳健，中部市场积极开拓取得成效。22 年末经销商数量 688 家，较 21 年年末增加 103 家，同比增长 17.61%，其中北方大本营/中部地区/其他地区经销商分别增加 47/15/41 家至 506/90/92 家，增幅 10%/20%/80%，西南、华东市场加速布局。公司渠道布局持续深化，22 年共开发高铁商店 131 家，学校商店 322 家，打造形象店 7270 个，举办宴会 3977 场，开发餐饮店 17483 个，同时加强电商运营，提升品牌价值。
- ✓ 新品方面，公司推出经典低糖杏仁露、核桃露产品，在杭州、重庆市场重点推广；23Q1 公司上市新品杏仁奶已在电商渠道销售，未来将推出包装差异化的杏仁饮品、杏仁+系列等，实现品类多元化发展。

## ● 毛利率受成本及促销影响有所下降，费用管控较好。

22 年毛利率 44.85%，同比-1.94pct，其中 Q4 毛利率 47.50%，同比-0.77pct，主要系原料采购价格上涨及促销力度加大，杏仁露及果仁核桃系列产品毛利率均有所下滑，分别同比 -1.86pct/-7.73pct。22 年销售/管理/研发/财务费用率为 13.53%/1.20%/0.85%/-1.43%，同比-1.76/-0.48/+0.10/+0.17pct；其中 Q4 销售/管理/研发/财务费用率为 12.00%/1.07%/1.19%/-1.37%，同比-1.49/-0.86/+0.50/+0.18pct。公司注重内部精细化管理、费效比评估，费用率显著改善。此外，管理费用率下降主要系工资薪酬及累计摊销减少，及一次性摊销费用缩减所致。综合以上因素，22 年归母净利率 22.36%，同比-0.21pct，其中 Q4 归母净利率 25.15%，同比-0.10pct。

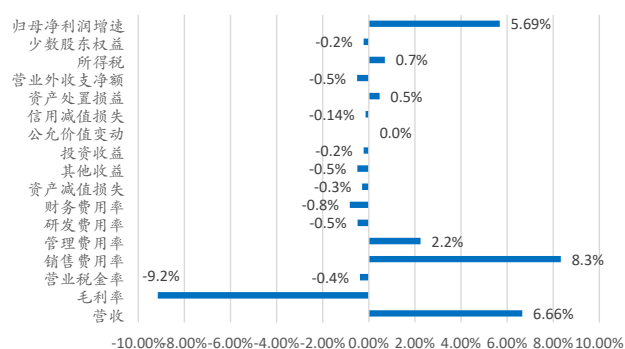
## ● 管理层更迭落定，施变革补短板新高可期。

自沈总上任以来，明确战略方向，产品研发、品牌推广、市场建设、团队管理等一系列改革措施全面推开，彰显公司改革决心。营销体系稳中有进，销售队伍重建完成，改革基层销售人员薪酬体系，全面提升销售团队执行力。区域发展来看，北方市场加速渠道下沉，优化调整经销商队伍，提高产品铺市率；南方市场加大开拓，重点渗透华东（上海、杭州）、西南（成都、重庆）等区域。产品端推陈出新，积极改进包装、内容物等，加大品类创新，新品开拓方向以健康、低糖为主线，开拓“杏仁+”、燕麦方向等其他植物基的饮品，持续挖掘即饮属性。

### ● 盈利预测与投资建议

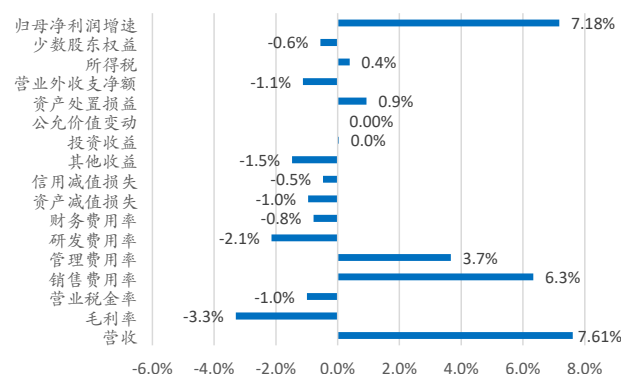
根据 2022 年年报相应调整盈利预测，预计 2023-2025 年营收 29.95/32.73/35.13 亿元，同比 +11.26%/+9.29%/+7.33%，归母净利分别为 7.06/7.94/8.67 亿元，同比 +17.28%/+12.54%/+9.16%，EPS 为 0.66/0.74/0.81 元；对应 2023 年 4 月 19 日收盘价，PE 为 12.75/11.33/10.38X，维持“增持”评级。

图 1、2022 年归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、22Q4 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 风险提示

经济下行下消费疲弱风险；新品推广可能不及预期；股权激励推出具有不确定性；诉讼风险；疫情扰动风险。

## 附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3261	3994	4555	5359
货币资金	2990	3373	4108	5155
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	15	5	6	8
预付款项	3	14	13	12
存货	252	600	425	181
其他	2	2	2	2
<b>非流动资产</b>	551	594	706	808
长期股权投资	0	1	1	1
固定资产	197	262	375	479
在建工程	51	35	43	46
无形资产	286	279	272	265
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	-0	-1	-1
其他	18	16	16	18
<b>资产总计</b>	3813	4587	5261	6166
<b>流动负债</b>	964	1128	1040	1114
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	333	303.62	321.96	333.05
其他	631	824	718	781
<b>非流动负债</b>	55	53	54	54
长期借款	0	0	0	0
其他	55	53	54	54
<b>负债合计</b>	1019	1181	1094	1168
股本	1076	1076	1076	1076
资本公积	17	17	17	17
未分配利润	1498	1857	2649	3516
少数股东权益	35	37	38	40
<b>股东权益合计</b>	2794	3406	4167	4998
<b>负债及权益合计</b>	3813	4587	5261	6166

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	602	706	794	867
折旧和摊销	21	23	33	46
资产减值准备	4	-2	-0	-1
资产处置损失	-0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	-43	-47	-50
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-0	2	2	2
营运资金的变动	-18	-217	50	287
<b>经营活动产生现金流量</b>	616	503	869	1180
<b>投资活动产生现金流量</b>	-31	-66	-146	-146
<b>融资活动产生现金流量</b>	-201	-53	11	14
现金净变动	383	383	734	1048
现金的期初余额	2607	2990	3373	4108
现金的期末余额	2990	3373	4108	5155

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2692	2995	3273	3513
营业成本	1485	1587	1711	1820
税金及附加	26	27	29	32
销售费用	364	419	452	481
管理费用	32	36	39	42
研发费用	23	25	28	30
财务费用	-39	-43	-47	-50
其他收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	796	943	1062	1159
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	795	943	1061	1159
所得税	193	236	265	290
<b>净利润</b>	602	707	796	869
少数股东损益	-0	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	602	706	794	867
<b>EPS(元)</b>	0.56	0.66	0.74	0.81

## 主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	6.66%	11.26%	9.29%	7.33%
营业利润增长率	5.94%	18.48%	12.53%	9.15%
归母净利润增长率	5.69%	17.28%	12.54%	9.16%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	44.85%	47.01%	47.74%	48.19%
归母净利率	22.36%	23.57%	24.27%	24.68%
ROE	21.82%	20.95%	19.24%	17.49%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.73%	25.75%	20.80%	18.94%
流动比率	3.38	3.54	4.38	4.81
速动比率	3.12	3.01	3.97	4.65
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.74	0.71	0.66	0.61
应收帐款周转率	336	289	594	479
存货周转率	4.89	3.69	3.32	5.97
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.56	0.66	0.74	0.81
每股经营现金	0.57	0.47	0.81	1.10
每股净资产	2.56	3.13	3.84	4.61
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	14.95	12.75	11.33	10.38
PB	3.26	2.67	2.18	1.81

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn